

第一创业研究所
于海涛 S1080200010003
联系人: 周海峰
电话: 0755-82485052
邮件: zhouhaifeng@fcsc.cn

经济逐步企稳 阶段性行情即将展开

——市场四季度投资策略

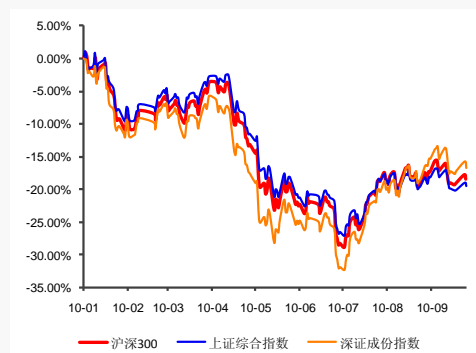
沪深 300 交易数据

年初涨跌幅: -18.96%
日最大涨幅: 3.78% (5/24)
日最大跌幅: -5.36% (4/19)

A 股基本数据

A 股流通市值 (亿元): 147958.92
总市值 (亿元): 270810.18
市场平均 PE(09): 25.57
市场平均 PE(10): 18.03

市场指数今年表现



要点:

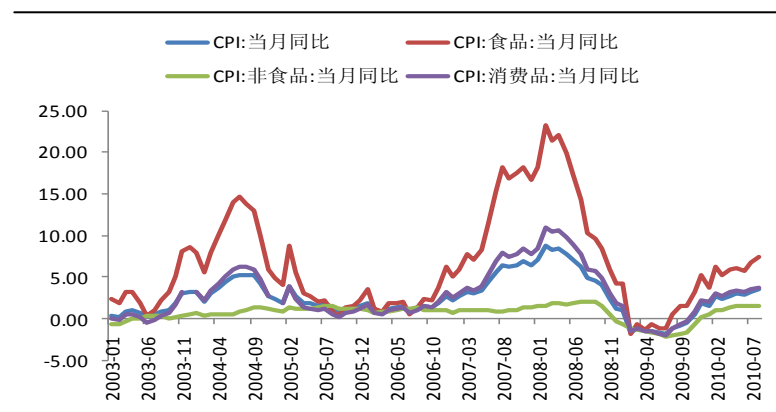
- **通胀可控 四季度加息可能性小** 恶劣天气因素引致的食品价格上涨将不会持续, 如果短期内没有大的霜冻灾害, 秋粮将再次迎来丰收。食品价格继续上涨的基础明显因自然天气等因素而消除, 上游工业品对 CPI 的压力缓解将会逐渐显现, 三季度之后的 CPI 将会逐步下降, 央行已无必要动用加息以调节通胀, 人民币升值呼声的高涨或又将使得热钱开始大量流入, 加息将会使得热钱流入加速, 因此, 我们判断四季度央行加息的可能性很小。
- **调控之下内需依旧强劲** 在 4 月的地产调控以来, 地产投资及信贷投放皆受到一定的抑制与打压, 进口同比增速自 4 月起出现了较为明显的下滑, 但 8 月进口同比增长 35.2%, 远高于 7 月 22.74% 的数据, 虽然上年的同期低基数对 8 月的进口增速反弹有很大影响, 但从进口额的绝对值上看, 8 月 1193 亿美元的进口额也是仅次于 3 月的历史次高位, 进口的恢复性增长说明我国的内需在地产、信贷等政策调控之下依旧强劲。
- **世界经济复苏虽慢 二次探底概率极小** 美国的近 10% 的高失业率及低迷的房地产市场说明目前经济复苏动力比较弱, 但从各国的行动及政府的表态来看, 全球各国政府将在金融危机之后加大对经济发展的监管与刺激, 政府的积极参与会使得经济出现二次探底的可能性大大降低。
- **阶段性底部或现于四季度 经济逐步企稳** 从货币供应及新增贷款的反弹来看, 国家对货币及信贷的控制或已正在逐渐放松, 而通胀压力自 9 月起将会逐渐减弱, 加息等紧缩措施年内已无出台必要, 为了防止经济增速过慢, 四季度政策或将逐步放松, 因而经济的二次探底可以基本排除, 在年初以来的经济逐步下滑后, 四季度出现经济增长企稳而成为阶段性底部的可能性很大。
- **市场结构性分化大 周期性行业处于估值低位** 从行业来看, 金融、采掘、房地产等周期性行业估值接近历史低位, 而 wind 稀土永磁概念指数与 wind 装饰园林概念指数估值连创历史新高, 中小创业板及涨幅过大的概念板块的高估值使得他们积累了非常大的回调风险。
- **市场策略: 积极参与四季度 阶段性行情即将展开** 保障性住房填补投资下的机械、汽车零部件等低估值的二线蓝筹将迎来很好的投资机会; 全球货币竞相贬值将对资源品构成利好, 具体对应的为有色金属、钾肥、稀缺矿产品板块。与经济结构调整趋势吻合的行业也将大受其益, 真正具有成长潜力的个股将会受到持续性追捧, 而涨幅巨大的新经济品种仅具有阶段性反弹机会而没有趋势性投资机会, 我们建议四季度开始积极参与受益于消费升级的家电行业及移动互联网等新兴服务性行业、具有真实成长潜力的新能源新经济个股。



一、 通胀可控 四季度加息可能性小

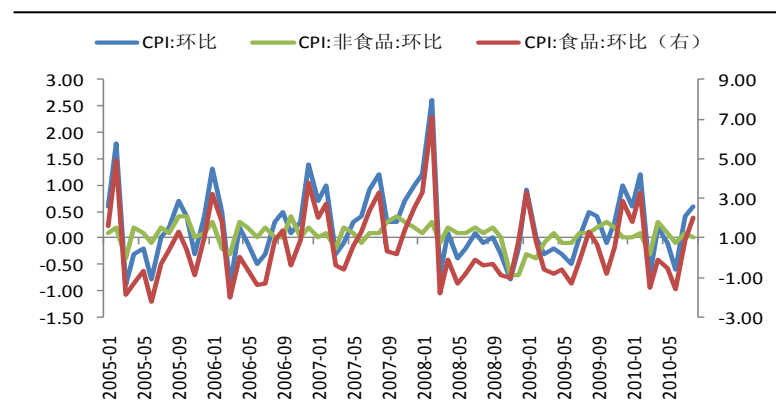
食品价格推动消费价格总水平季节性上升，受季节性供求变化和猪肉等农产品价格恢复性上涨等因素影响，8月份居民消费价格指数同比上升3.5%，为今年月度同比涨幅的最高点，其中，副食品价格上涨较多。中秋、国庆双节临近，受企业和商家提前备货、制作月饼，猪肉、鸡蛋进入消费旺季，价格上涨较多；加之天气转凉，立秋后部分品种蔬菜陆续下市，蔬菜价格季节性回升。8月份居民消费价格指数中的肉禽及其制品、鲜菜、鲜蛋价格环比分别上涨4.8%、7.7%和7.5%，分别影响居民消费价格总水平环比上升0.3、0.2和0.1个百分点，是当月消费价格指数上升的主要原因。发改委发布8月份价格形势分析，表示食品价格推动消费价格总水平季节性上升，并表示从后期走势看，价格总水平并不具备持续大幅上涨的基础，实现全年3%左右的预期调控目标是完全可能的。国家发改委副主任张晓强14日在出席2010夏季达沃斯论坛时也表示，8月份CPI的上涨是由多重因素造成的，政府有条件通过努力将CPI增速控制在3%的调控目标之内。

图一、CPI走高主要是因为食品价格过快上涨(%)



数据来源：第一创业证券 WIND

图二、CPI月度环比(%)



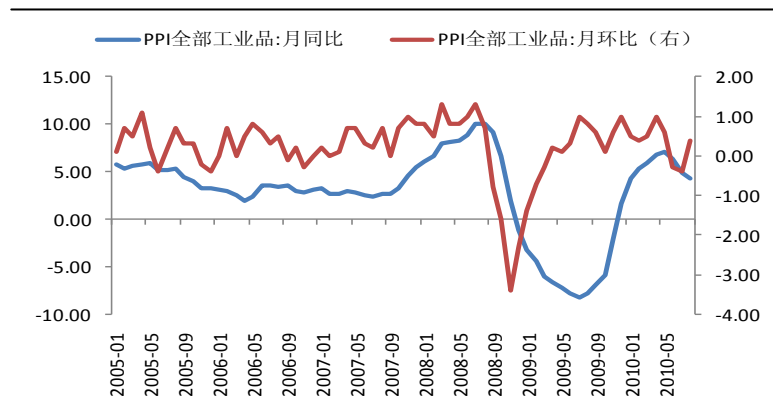
数据来源：第一创业证券 WIND

8月生产者物价指数延续了5月以来的下降趋势，降至4.32，在7月环比下降0.4的基数下，8月环比仅上涨0.4。上游工业品的物价水平变动会一定程度传导至CPI，PPI的



连续向下会逐渐对 CPI 产生良好影响。

图三、PPI 同比值向近年平均水平靠拢 (%)

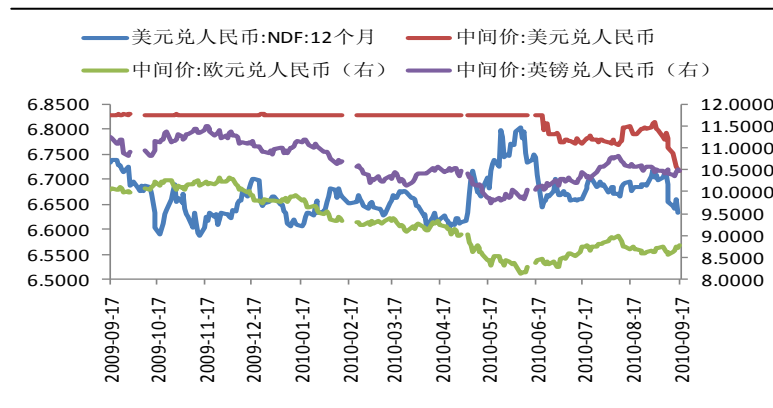


数据来源：第一创业证券 WIND

央行自 6 月宣布重启汇改以来，人民币对美元汇率在双向波动中走向新高，自 6 月重启汇改以来人民币对美元升值 1.6%，人民币对美元汇率截止 9 月 20 日连续 7 个交易日创汇改以来的新高，在 7 个交易日里，人民币对美元汇率中间价累计升值 707 个基点。2005 年汇改以来，人民币对美元的升值幅度超过 23%，人民币升值的趋势是将是不会改变的，此外，近期美国的强硬态度也使得人民币短期升值压力大增。美国总统奥巴马 (Barack Obama) 20 日接受美国广播公司财经频道 (CNBC) 采访时表示，中国没有采取足够措施让人民币升值。中国汇率政策是个“现实问题”，美国已经敦促中国让人民币升值。奥巴马表示，中国经济迅速发展有利于美国，但是随着其经济崛起以及出口增加，其汇率政策问题应对措施还不够，美国将加强贸易法规方面的力度。

央行 19 日提前公布的 8 月份外汇占款数据显示，8 月我国新增外汇占款达 2430 亿元人民币，连续第二个月回升，并创出 4 个月来的新高。同时，8 月我国对外贸易顺差为 200.3 亿美元，外商直接投资 (FDI) 为 76.02 亿美元，两者合计约 276.32 亿美元 (约合人民币 1878 亿元)。很明显，8 月份新增外汇占款远超贸易顺差与 FDI 之和，8 月份热钱净流入十分明显，而此前的 5、6、7 三个月均呈现短期资本净流出态势。

图四、人民币汇率持续走强



数据来源：第一创业证券 WIND

恶劣天气因素引致的食品价格上涨将不会持续，此外，从目前来看，秋粮的长势很好，

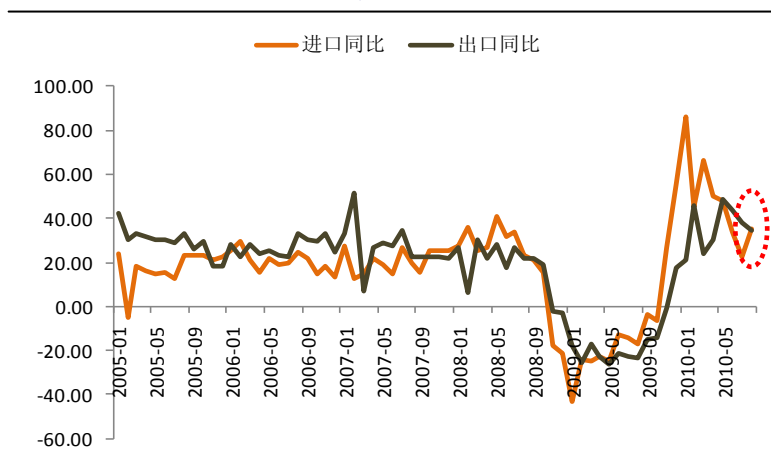


如果短期内没有大的霜冻灾害，秋粮将再次迎来丰收。再加上中国占年消费量 40%的储备粮，今年的粮食供给是十分充裕的。食品价格继续上涨的基础明显因自然天气等因素而消除，上游工业品对 CPI 的压力缓解将会逐渐显现，三季度之后的 CPI 将会逐步下降，央行已无必要动用加息以调节通胀，人民币升值呼声的高涨或又将使得热钱开始大量流入，加息将会使得热钱流入加速，因此，我们判断四季度央行加息的可能性很小。

二、 调控之下内需依旧强劲

在 4 月的地产调控以来，地产投资及信贷投放皆受到一定的抑制与打压，进口同比增速自 4 月起出现了较为明显的下滑，但 8 月进口同比增长 35.2%，远高于 7 月 22.74% 的数据，虽然上年的同期低基数对 8 月的进口增速反弹有很大影响，但从进口额的绝对值上看，8 月 1193 亿美元的进口额也是仅次于 3 月的历史次高位，进口的恢复性增长说明我国的内需在地产、信贷等政策调控之下依旧强劲。

图五、进口同比 8 月强劲反弹 (%)



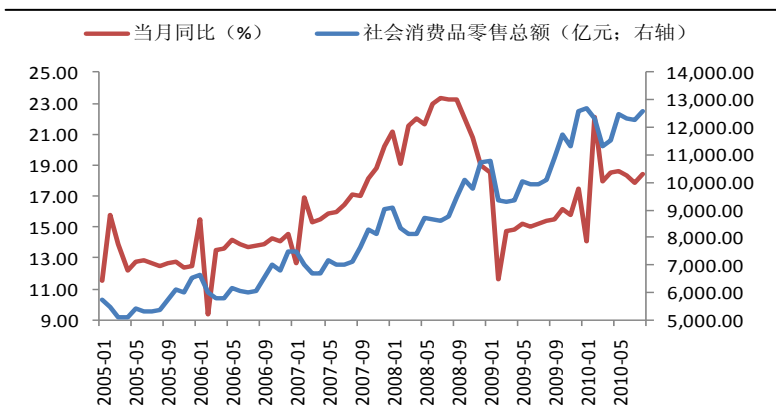
数据来源：第一创业证券 WIND

8 月社会消费品零售总额同比增长 18.4%，比市场预期预期的 17.9% 高出 0.5 个百分点，8 月社会消费品零售总额 1.26 万亿元，同比增长较 7 月份加快 0.5 个百分点，比上年同期加快 3 个百分点。据商务部统计，8 月份，全国千家重点零售企业实现零售额较上年同期增长 18.3%，增速比 7 月份加快 0.7 个百分点。中高档商品市场销售活跃成为一大特点，8 月，千家重点零售企业金银珠宝零售额同比增长 31.4%，同比增幅连续 4 个月保持 30% 以上。

中高档商品市场销售活跃说明随着近年的人民物质生活水平的提高，人民的消费意识与消费习惯已经开始转变，另外，政府实施的鼓励家电下乡、扶持家电以旧换新等政策也会对消费起到持续的刺激作用，扩大消费在 GDP 中的份额也是国家进行经济结构调整的重要目标。1-8 月份，社会消费品零售总额 97492 亿元，同比增长 18.2%，与 1-7 月持平，我们预计全年的消费增长能达到 18%。



图六、社会消费品零售总额同比稳定增长



数据来源：第一创业证券 WIND

住房和城乡建设部 20 日消息显示,为加大保障性安居工程建设力度,中央财政 692 亿元专项补助资金已全部下达。住建部要求,要进一步明确对保障性安居工程的税费减免政策,探索统筹使用各类保障性住房补助资金。各地 9 月底前必须实现保障房安居工程项目全部开工,年末建成或基本建成的要达到 60%以上。截至目前,今年保障性安居工程已完成投资 4700 亿元,占全年计划的 60%,中央财政 692 亿元专项补助资金已全部下达。当务之急是加快将已筹集资金落实到具体项目上,进一步明确对保障性安居工程的税费减免政策,探索统筹使用各类保障性住房补助资金。此外,各地为保障性安居工程建立的融资平台不在清理地方融资平台范围之内。

有关部门近期组织 15 个督察组,对全国保障性安居工程建设情况进行全面督查。结果显示绝大多数地区进展良好,但地区之间仍然存在建设进度不平衡的情况。住建部将会同有关部门共同督促地方进一步加快建设进度,加强工程质量管理,确保完成今年的目标任务。有关部门将向社会公布各地保障性安居工程进展情况,中央财政将对完成较好的地方给予奖励。

随着房地产第一轮调控渐进尾声,加快落实保障性住房建设或是第二轮调控的重点,相比之下,加快推进保障性安居工程的政策一方面能缓解房产价格过快上涨压力,另一方面也能带动经济发展,这二者都是政府乐意看到的。在加力推进保障房建设的过程中,进一步采取类似 4 月的严厉紧缩政策的概率很小。

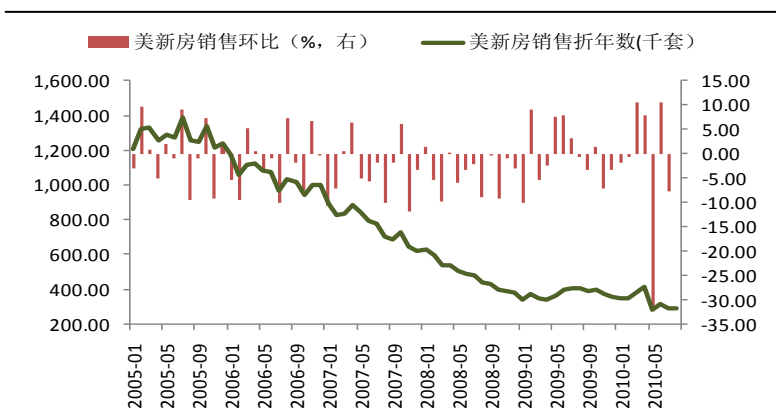
三、世界经济复苏虽慢 二次探底概率极小

美国商务部 9 月 24 日公布,经季节性因素调整后,8 月份新屋销量与 7 月持平,折合成成年率为 288,000 套。新屋销量不及预期,由于缺乏政府税收方面的激励措施,消费者在失业率居高不下之际对购房持谨慎态度,而此前接受调查的经济学家们预计,8 月份销量将攀升 6.9%,至 295,000 套。

房地产市场的活跃度依然受到高达 9.6%的失业率的遏制,此前由于购房抵税政策在 4 月底到期,房屋销售一度大幅下挫,8 月份新屋销量年比下降 28.9%,虽然仍处于低位,但美国房屋市场已开始趋于稳定。



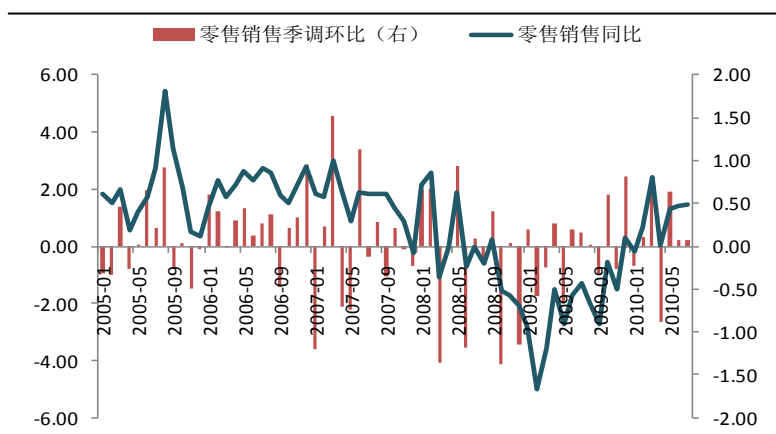
图七、美国新建住房销售依然疲弱



数据来源：第一创业证券 WIND

主权债务危机对欧洲的影响在逐渐淡化，消费数据也自4月同比的0.04开始反弹企稳，虽然09年同期的低基数提升了今年的同比数据，但5—7月连续3个月环比为正也证明了欧洲的经济仍在缓慢复苏。

图八、欧元区16国零售开始回暖(%)

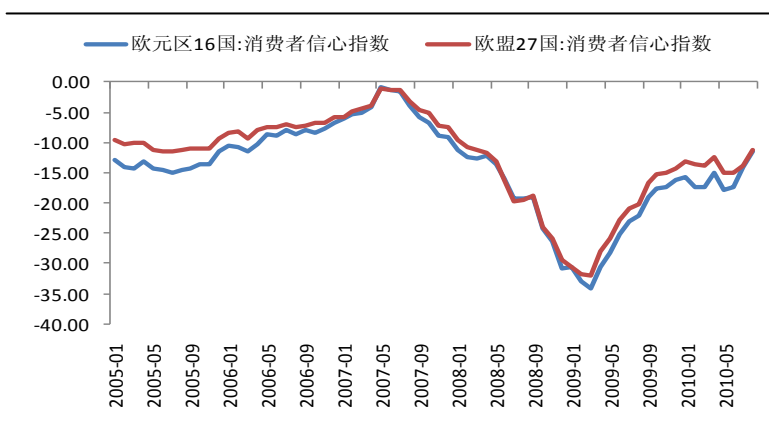


数据来源：中国人民银行 第一创业整理

欧美的消费者信心自09年初以来开始恢复，尤其是欧洲的消费者信心指数恢复速度很快，8月的欧元区消费者信心指数为-11.40，创两年多以来新高。欧盟委员会最新公布的月度报告显示，9月份欧元区消费者信心指数初值从8月份的-11.4回升至-11.2，虽当月信心指数的升幅略低于预期，但回升的势头仍得以延续。

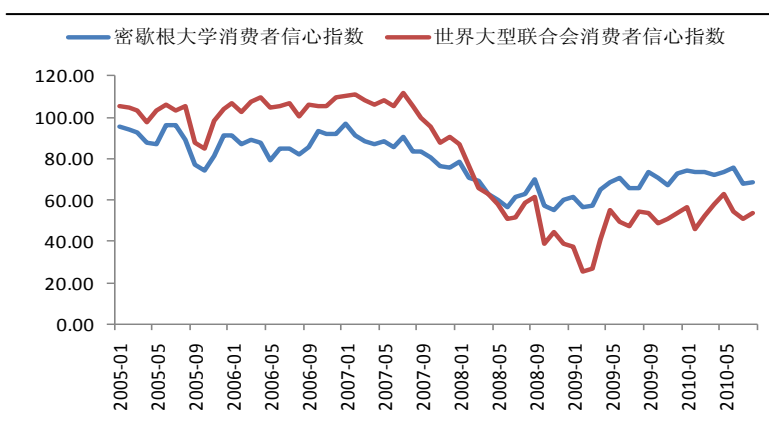


图九、欧洲消费者信心指数持续回升



数据来源：第一创业证券 WIND

图十、美国消费者信心仍处于恢复趋势



数据来源：第一创业证券 WIND

日本财务大臣野田佳彦证实日本政府已于9月15日对外汇市场进行了干预并使得当日美元兑日元出现暴涨,日本外务大臣前原诚司9月25日表示日本政府再次干预以遏制日元涨势的可能性增大,且未来将继续与美国和欧盟合作实施干预。此外,美国总统奥巴马9月8日提出针对工厂及设备投资的税项扣除,增加并扩大对企业研发的税收优惠等经济刺激计划,并提出为美国中产阶级永久性减税计划。并计划宣布增加就业等一揽子经济刺激措施,资金规模约为1000亿美元,开启第二轮经济刺激计划。

美国的近10%的高失业率及低迷的房地产市场说明目前经济复苏动力比较弱,但从各国的行动及政府的表态来看,全球各国政府将在金融危机之后加大对经济发展的监管与刺激,政府的积极参与会使得经济出现二次探底的可能性大大降低。

四、 阶段性底部或现于四季度 经济逐步企稳

工业和信息化部9月26日发布的最新数据显示,8月,高耗能行业对工业经济的贡献

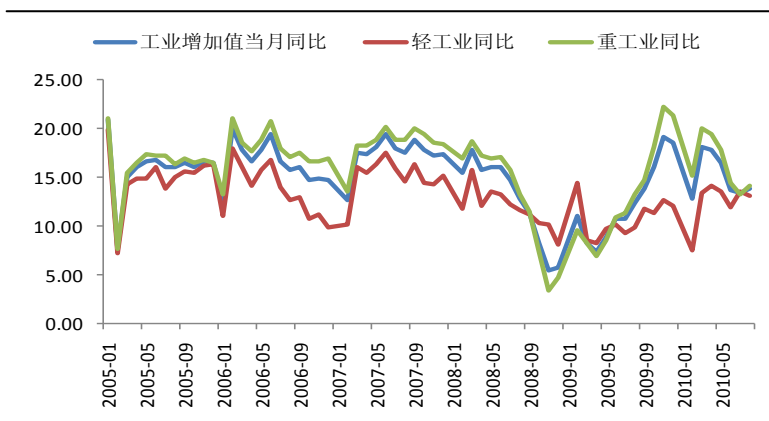


继续降低，与此同时，装备制造业保持了较快的增长速度，带动全国规模以上工业增加值较7月回升0.5个百分点。数据显示，8月全国规模以上工业增加值同比增长13.9%，增速同比加快1.6个百分点，比上月加快0.5个百分点。数据还显示，在政府的主动调控下，高耗能行业生产增速继续低于全部规模以上工业。8月，六大高耗能行业增加值同比增长11.4%，比上月加快0.9个百分点，但是低于全部工业增速2.5个百分点。同时，高耗能行业投资增速继续回落。1-8月，六大高耗能行业完成投资20552亿元，同比增长14.5%，较1-7月回落了0.8个百分点，比上半年回落1.9个百分点。由于高耗能行业过快增长的趋势得到抑制，工业用电增幅也继续回落。8月，全国工业用电量同比增长14.7%，比上月回落0.6个百分点。工信部有关人士特别指出，8月高耗能行业用电量继续回落，其中有色、冶金行业降幅较大。

数据还显示，8月份，装备工业增加值同比增长18.8%，增速同比加快2.7个百分点，比上月加快0.5个百分点。1-8月，装备工业增加值增长22.3%，同比加快11.7个百分点，成为工业经济运行中的一大新亮点。

从8月数据来看，回升的幅度虽不是很大，但此种回升是发生在国家对高耗能行业的严格调控之下，说明中国工业增长的内生性动力仍然很强劲。

图十一、工业增加值止跌反弹（%）

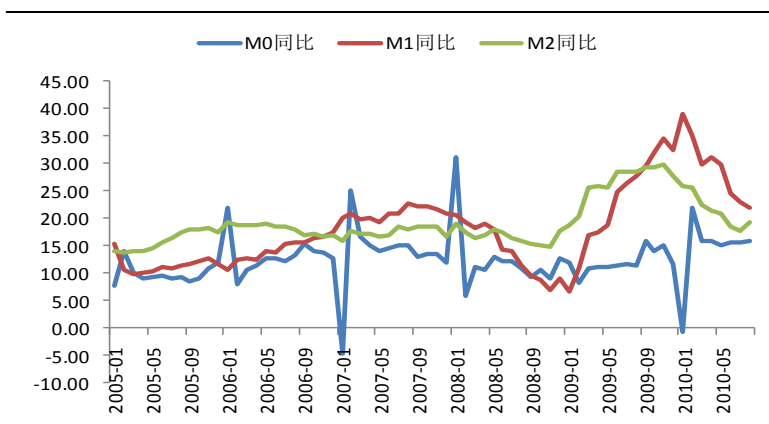


数据来源：第一创业证券 WIND

央行11日公布的金融数据显示，8月份，金融机构新增人民币贷款5452亿元。这一数字高于市场预期，也较7月份增加124亿元，货币供给方面，8月末，广义货币(M2)余额68.75万亿元，同比增长19.2%，增幅比上月高1.6个百分点，比去年同期低9.3个百分点；狭义货币(M1)余额24.43万亿元，同比增长21.9%，增幅比上月和去年同期分别低1.0和5.8个百分点。虽然相比去年同期的同比增速有所下滑，但M0、M2的止跌回升却不失为一种良好的征兆，8月份新增信贷数据显示，新增企业短期贷款比7月增加较多，表明经济活力不减。

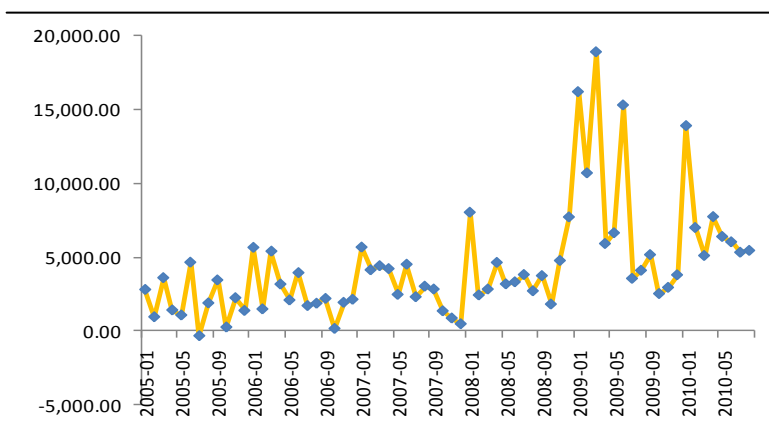


图十二、货币供应量开始反弹 (%)



数据来源：第一创业证券 WIND

图十三、8月新增人民币贷款超出预期 (单位: 亿元)

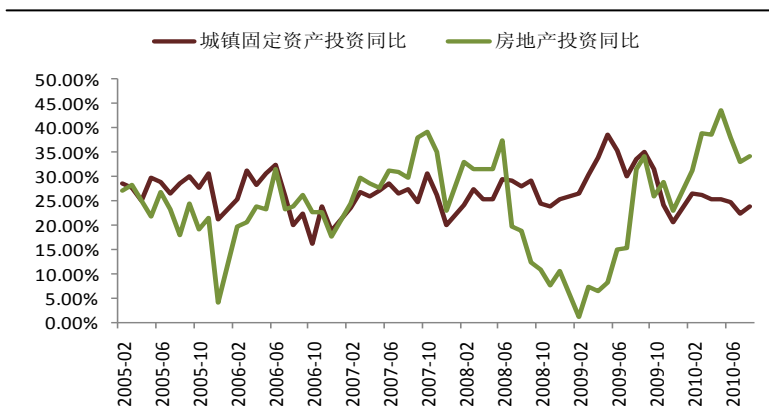


数据来源：第一创业证券 WIND

1-8月，完成城镇固定资产投资140,998亿元，同比增长24.8%，比上年同期回落8.2个百分点，比1-7月减缓0.1个百分点；其中，第一产业投资2435亿元，增长18.6%；第二产业投资59194亿元，增长22.2%；第三产业投资79369亿元，增长27%，8月份，完成城镇固定资产投资同比增长24.2%，比上月加快1.9个百分点。房地产开发投资保持高速增长。1-8月，完成房地产投资28355亿元，同比增长36.7%，比去年同期加快22个百分点，比1-7月减缓0.5个百分点，8月单月房地产开发投资同比增长34.09%，单月数据为5月以来的首度反弹，调控之下房地产投资增速仍在高位运行。



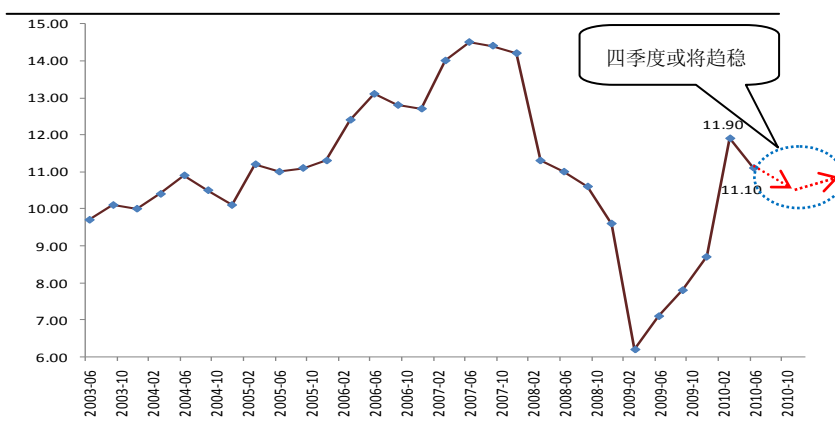
图十四、房地产投资与城镇固定资产投资当月同比 (%)



数据来源：第一创业证券 WIND

在房地产调控并未放松和加大对高耗能产业限制的高压下，中国的工业增长和投资仍能展现出很大的活力，从进口及消费增长速度也可以看出我国内需依然强劲。而从货币供应及新增贷款的反弹来看，国家对货币及信贷的控制或已正在逐渐放松，而通胀压力自 9 月起将会逐渐减弱，加息等紧缩措施年内已无出台必要，在加大保障房建设力度、促进各区域经济发展、扶持鼓励新兴产业等政策的刺激下，同时为了防止经济增速过慢、四季度政策或将逐步放松，因而经济的二次探底可以基本排除，在年初以来的经济逐步下滑后，四季度出现经济增长企稳而成为阶段性底部的可能性很大。

图十五、GDP 累计同比 (%)



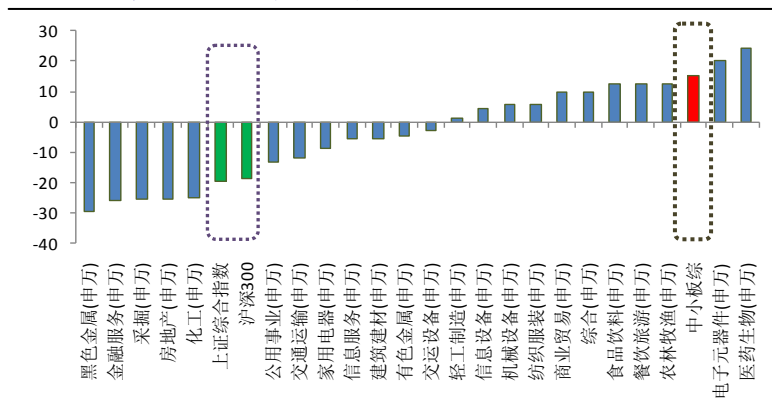
数据来源：第一创业证券 WIND

五、市场结构性分化大 周期性行业处于估值低位

上证综指自年初的 3277 回落至 9 月 27 日的 2627 点，是全球仅次于希腊表现最差的权

益市场，但是年初以来 A 股以生物医药为代表的中小板块股票走势却非常抢眼，而黑色金属、金融服务、房地产等权重股表现十分萎靡，特别是 4 月中旬以来，中小创业板走势更是远强于权重股表现。申万医药生物行业年初以来上涨幅度为 24%，而表现最差的黑色金属同期却下跌 29%；中小板综指年初以来上涨 15%，而上证综指与沪深 300 分别下跌了 19% 和 18%，A 股市场大小盘结构性分化极为明显。

图十六、申万各行业年初以来涨跌幅（%）

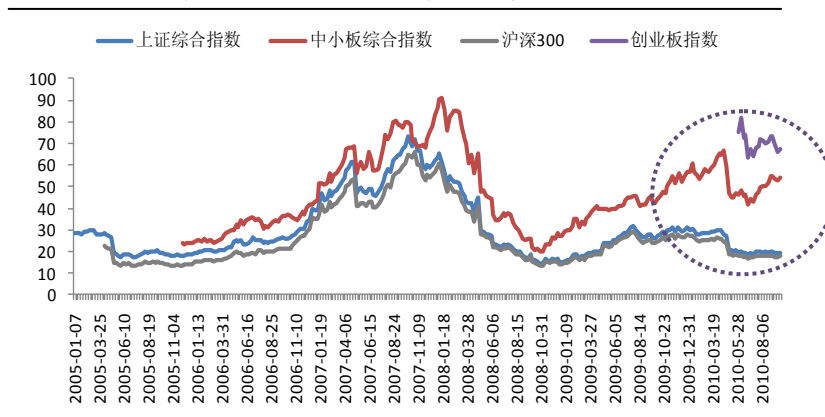


数据来源：第一创业证券 WIND

从估值看来，中小板综指与创业板指数相对上证综指及沪深 300 溢价明显，上证综指与沪深 300 市盈率分别为 19 倍、17 倍，几近历史最低点，而中小板与创业板市盈率却达 54 倍、67 倍。截至 8 月 31 日，首次参加“中考”的创业板 109 家公司，总体上交出了一份令人失望的成绩单，在 109 家创业板公司中，可比的 105 家公司上半年净利同比增幅为 25.63%，远远低于中小板公司上半年 45.91% 的同比增幅，甚至低于两市 1947 家上市公司平均 41.17% 的增幅，创业板的高估值背后是否有持续的高成长性为支撑甚为值得怀疑。

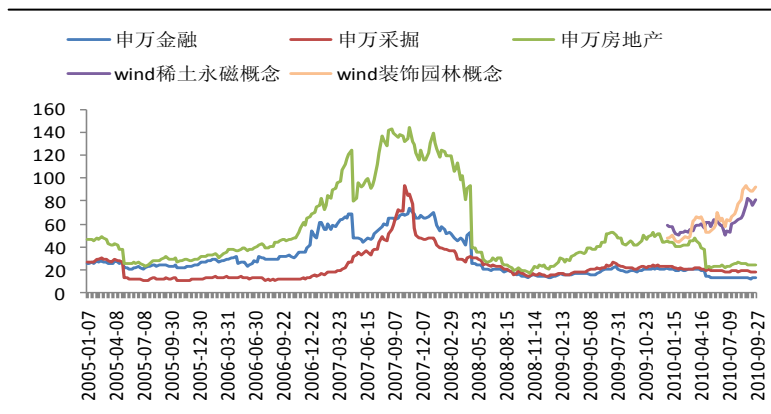
从行业来看，金融、采掘、房地产等周期性行业估值接近历史低位，而 wind 稀土永磁概念指数与 wind 装饰园林概念指数估值连创历史新高，中小创业板及涨幅过大的概念板块的高估值使得他们积累了非常大的回调风险。

图十七、各代表性指数历史 PE（周期：周）



数据来源：第一创业证券 WIND

图十八、各行业市盈率比较



数据来源：第一创业证券 WIND

六、 市场策略：积极参与四季度 阶段性行情即将展开

虽然中国的经济内生增长动力比较充足，但由固定资产投资增速的逐步下滑可以看出投资活动受到政策抑制的效果很明显，在控制高耗能产业投资过热的紧缩政策下，经济增长仍会向下行进，而通胀压力会在三季度末逐渐减弱，为防止经济增速过度下滑，四季度很可能出现政策放松从而使得经济趋稳而进入阶段性底部，通胀温和、经济平稳的经济周期将有利于催生权益市场的阶段性行情。行业选择上，保障性住房填补投资下的机械、汽车零部件等低估值的二线蓝筹将迎来很好的投资机会；全球货币竞相贬值将对资源品构成利好，具体对应的为有色金属、钾肥、稀缺矿产品板块；创业板、中小板中高估值股票面临很大回调风险，应注意回避；受地产调控政策直接影响的房地产、金融等一线蓝筹或将因承压而难有超越指数表现。

未来两年及更长远时期，我国都会进行经济结构调整，减少高耗能产业及投资占 GDP 的比重，国家政策也会多向消费、新经济倾斜。与经济结构调整趋势吻合的行业也将大受其益，但目前新能源、锂电池等新经济概念的个股涨幅已经很大，未来新经济板块中的个股将会出现分化，真正具有成长潜力的个股将会受到持续性追捧、而涨幅过大透支增长潜力的新经济品种仅具有阶段性反弹机会而没有趋势性投资机会，我们建议四季度开始积极参与受益于消费升级的家电行业及移动互联等新兴服务性行业、具有真实成长潜力的新能源新经济个股。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120